

Pfandbriefe laufen den Eidgenossen den Rang ab

Das Marktvolumen von Pfandbriefen nimmt mit dem Wachstum des Hypothekarvolumens zu.

Pfandbriefe nehmen vor den Eidgenossen (CH-Staatsanleihen) den grössten Anteil am Swiss Bond Index ein.

In der besten Schuldnerkategorie weisen Pfandbriefe attraktive Renditeperspektiven auf.

Simon Lustenberger, Head Investment Strategy

Vielfalt am Schweizer Obligationenmarkt

Der Schweizer Obligationenmarkt war im vergangenen Jahr sowie auch im ersten Halbjahr 2024 ein Fels in der Brandung. Die Kursentwicklung von CHF-Anleihen hat diejenige in anderen Währungsregionen klar übertraffen. Gründe dafür sind die tiefe Inflation in der Schweiz und damit verbunden eine weniger straffe Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Die SNB hat ihren Leitzins im Juni das zweite Mal hintereinander auf 1.25% gesenkt. Mit einer mittelfristigen Inflationsprognose von knapp über 1% werden Investorinnen und Investoren also noch für die Teuerung entschädigt. Das aktuelle Niveau von Leitzins und Inflation dürfte mittlerweile nahe am Gleichgewicht liegen und für die heimische Konjunktur weder beschleunigend noch bremsend wirken. Von der SNB sind deshalb keine grossen Impulse mehr für Kursveränderungen am Obligationenmarkt zu erwarten. Das bedeutet, dass die Erträge

am Schweizer Obligationenmarkt im Rahmen der Verfallsrendite liegen dürften. Wer in den CHF-Anleihenmarktindex (Swiss Bond Index) investiert, wählt einen breit diversifizierten Index mit unterschiedlicher Schuldnerqualität. Die sogenannten Credit Ratings, die eine Indikation für die Kreditwürdigkeit des Schuldners darstellen, reichen im Swiss Bond Index (SBI) von AAA bis BBB. Die Streubreite der Verfallsrenditen ist vor allem in den kürzeren Laufzeitensegmenten besonders hoch, da sich dort eine Vielzahl von verschiedenen Emittenten tummelt (Grafik 1). Für Emittenten mit etwas niedrigerer Kreditwürdigkeit (BBB-Segment) ist der Kapitalmarkt vor allem mit kürzeren Laufzeiten zugänglich, während Staaten, Pfandbriefinstitute, Kantone und Städte mit höheren Bonitäten sehr lange Laufzeiten emittieren können. Beispielsweise sind von der Stadt Lausanne noch Schuldnerpapiere mit einer Restlaufzeit von um die 50 Jahre ausstehend. Der Risikoaufschlag bei der Verfallsrendite in kürzeren Laufzeiten entschädigt für das Halten von Anleihen mit tieferer Kreditwürdigkeit. So kommt es auch, dass die Verfallsrenditen bei einer Investition in das Obligationensegment von 1 bis 10 Jahren höher ausfallen als bei den längeren Laufzeiten (10+ Jahre, Grafik 1). Die Präferenzen der Investoren verschieben sich bei einem positiven Konjunkturausblick tendenziell in Richtung Unternehmensanleihen mit einer tieferen Bonität. Jeder zugrundeliegende Obligationensektor hat jedoch seine Vorzüge in verschiedenen Konjunkturphasen, und die Kursentwicklung ist nicht immer gleichgerichtet. Daher ist es aus Diversifikationsgründen ratsam, auch in etwas länger laufende AAA-Anleihen im Segment 10+ investiert zu sein. Dazu zählen Schweizer Staatsanleihen oder Pfandbriefinstitute. Bei sinkenden Zinsen, wie beispielsweise während einer Konjunkturschwäche, profitieren sie von höheren Kursgewinnen. Speziell in der Schweiz gilt es, neben der konjunkturellen Nachfrageabhängigkeit auch die Angebotsdynamik zu berücksichtigen.

Grössenverhältnisse verschieben sich

Über die letzten Jahre hat die Bedeutung von Schweizer Staatsanleihen (Eidgenossen) im Swiss Bond Index stetig abgenommen. Aufgrund der Schuldenbremse und der damit verbundenen geringen Neuverschuldung der Schweizer Eidgenossenschaft stagniert das ausstehende Volumen der Schweizer Staatsanleihen. Das limitierte Angebot trifft auf ein hohes Nachfrageinteresse. Bei den jüngsten Auktionen wurde das Emissionsvolumen deutlich überzeichnet. Während die Verschuldung der Eidgenossenschaft stagniert, ist der Pfandbriefumlauf im Laufe der Zeit gewachsen. Der Pfandbrief hat sich als wichtiges Refinanzierungsinstrument im Hypothekengeschäft etabliert. Schweizer Pfandbriefe sind mit einem Anteil von rund 30% die Titelkategorie mit dem grössten Marktwert im Swiss Bond Index AAA-BBB (Grafik 2), der sowohl inländische wie ausländische Emittenten umfasst. In einem ausgewogenen CHF-Index-Portfolio stellen sie damit eine der grössten Positionen dar. Das Schweizer Pfandbriefgesetz beschränkt das Recht zur Ausgabe von Pfandbriefen auf zwei Institute: die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute und die Pfandbrief-

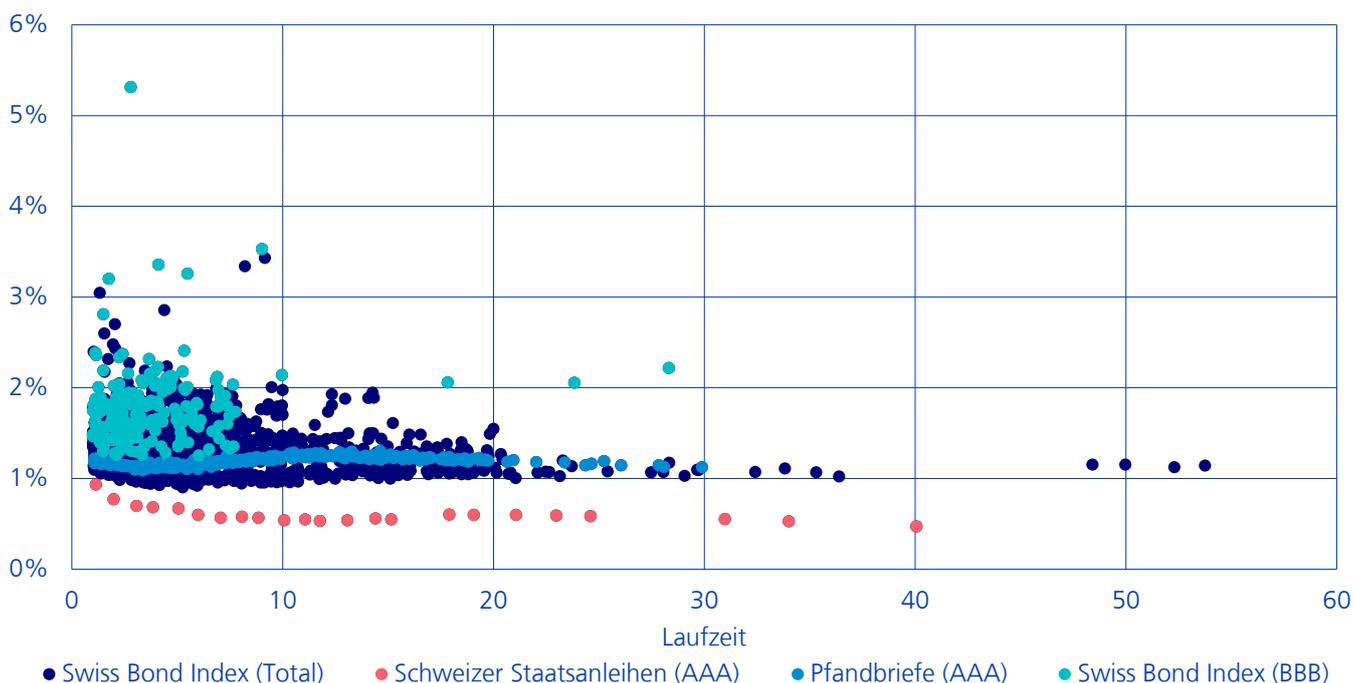
zentrale der schweizerischen Kantonalbanken. Das Wachstum des Emissionsvolumens der zwei Pfandbriefinstitute geht mit dem steten Wachstum des inländischen Hypothekarvolumens einher, das sich bei anhaltendem Bevölkerungswachstum weiter erhöhen dürfte.

Vorzüge von Schweizer Pfandbriefen

Die Funktion der Pfandbriefinstitute ist die Ausgabe von Pfandbriefen, um mit den dadurch erhaltenen Geldern ihren Aktionärsbanken Darlehen zur Refinanzierung des Hypothekengeschäftes zu gewähren. Als Sicherheit sind nur inländische Deckungssubstrate zulässig. Pfandbriefdarlehen sind für die Aktionärsbanken eine beliebte Refinanzierungsquelle, was am Emissionsvolumen der Pfandbriefinstitute unschwer erkennbar ist. Auch für Anlegerinnen und Anleger stellen Schweizer Pfandbriefe mit bestem Kreditrating im AAA-Segment des CHF-Anleihenmarktes eine mehr als valable Alternative zu Anleihen der schweizerischen Eidgenossenschaft dar. Die Anleihen sind standardisiert, lauten ausschliesslich auf Schweizer Franken, sind festverzinslich und weisen dank dem Pfandbriefgesetz eine hohe Stabilität und Rechtssi-

Grafik 1: Renditen im Swiss Bond Index mit grösserer Streuung in kurzen Laufzeiten

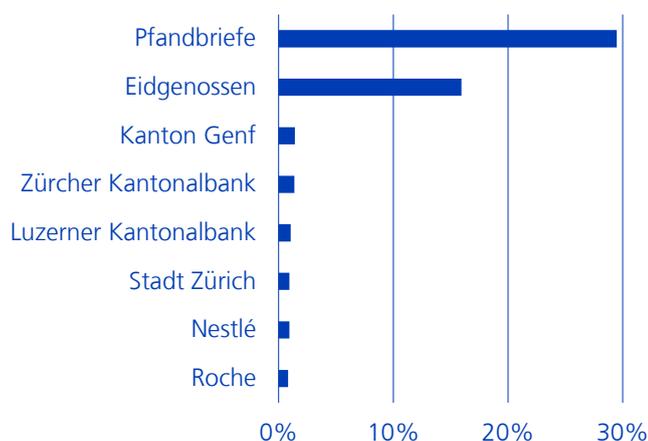
Laufzeiten (in Jahren) und Verfallsrenditen im SBI Total AAA bis BBB



cherheit auf. Zudem gehören sie zu den SNB-repofähigen Effekten, weshalb sie auch im Repogeschäft eine bedeutende Stellung haben. Sie sind im AAA-Segment eine bei institutionellen Anlegern dank hoher Liquidität und breiter Laufzeitenabdeckung gefragte CHF-Anlage.

Grafik 2: Pfandbriefe mit 30% Marktanteil

Marktkapitalisierung im SBI Total AAA bis BBB



Quellen: Zürcher Kantonalbank, SIX

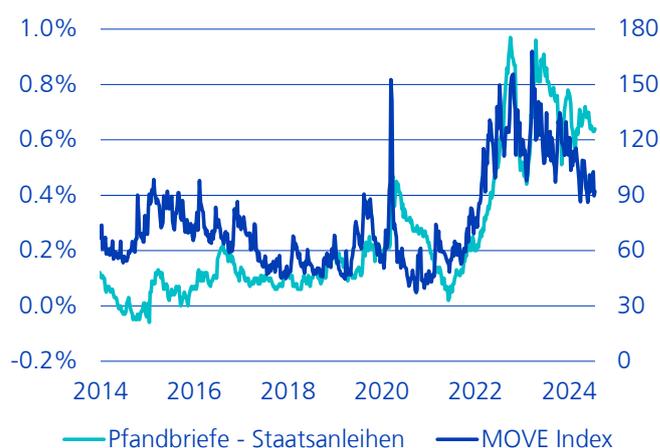
Attraktive Renditeperspektiven für Pfandbriefe

Schaut man sich die verschiedenen Sektoren im Swiss-Bond-Index an, ist die relative Attraktivität der Eidgenossen, insbesondere in den längeren Laufzeiten, verhältnismässig tief. Es gibt viele Alternativen mit attraktiveren Renditen bei ähnlichem Risiko (Grafik 1). Innerhalb der besten Schuldner im AAA-Segment werden Pfandbriefe im Vergleich zu den Eidgenossen mit einem historisch hohen Renditeaufschlag gehandelt. Er liegt über alle Laufzeiten deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Die jährliche Rendite des Eidgenossen mit Fälligkeit 2034 beträgt 0.54%, wohingegen eine ebenfalls mit AAA-bewertete Anleihe der Pfandbriefbank 1.24% beträgt. Es stellt sich die berechnete Frage, warum verschiedene Emittenten mit identischem Rating eine solch hohe Renditedifferenz aufweisen. Bei den Eidgenossen trifft ein hohes Nachfrageinteresse auf ein beschränktes Angebot. Mit dem Abschied vom Negativzinsumfeld erlebten die Schweizer Staatsanleihen eine Renaissance. Zuvor mit einer negativen Verfallrendite verschmäht, bauten viele institutionelle Investoren ihre Quote wieder auf. Zudem

griffen die Investoren schon in der Vergangenheit bei Unsicherheiten vermehrt nach den sicheren Eidgenossen. Einerseits bei konjunktureller, andererseits bei geldpolitischer Unsicherheit. Die Schwankungen an den globalen Bondmärkten waren zuletzt vor allem auf die geldpolitische Unsicherheit zurückzuführen. Der Renditeaufschlag (Spread) von CHF-Anleihen im Vergleich zu den Eidgenossen ist an die Schwankungen der US-Staatsanleihen geknüpft (Move Index). Wenn sich die Visibilität der US-Geldpolitik erhöht und sich bei noch stabiler Konjunktur ein Zinssenkungspfad im grössten Staatsanleihenmarkt der Welt abzeichnet, dürfte sich nicht nur die Volatilität und die Nachfrage nach Schweizer Staatsanleihen zurückbilden, sondern auch der Spread zu den Pfandbriefen wieder einengen (Grafik 3). So oder so bilden die Pfandbriefbanken auf dem aktuellen Renditeniveau für den hiesigen Anleger eine attraktive Alternative zu den Eidgenossen mit dem höheren Potenzial für Kursgewinne in der Zukunft. Im Swiss Bond Index hat sich das Renditepotenzial mit einem wachsenden Anteil der Pfandbriefe ebenfalls erhöht.

Grafik 3: Pfandbriefe mit Renditevorteil zu Eidgenossen

MOVE Index: Volatilität von US-Staatsanleihen (r. Sk.)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Pfandbriefe als Bindeglied zum Geldmarkt

In Zeiten grosser Geldknappheit war es für die Banken ausserordentlich schwierig, Kapital zu vernünftigen Bedingungen zu beschaffen. Damit stieg automatisch auch der Hypothekarzins für ihre Kunden – mit weitreichenden sozialen und wirtschaftlichen Folgen. Abhilfe schuf die Ausgabe von Pfandbriefen. Als Wertpapiere mit hoher Bonität öffneten sie kleineren und mittleren Banken ab 1931 den Zugang zum schweizerischen Kapitalmarkt, verbilligten Hypothekarkredite und machten den Hypothekarzinsfuss von den Schwankungen des Geldmarkts unabhängiger. Den rechtlichen Rahmen bildet das Bundesgesetz über die Ausgabe von Pfandbriefen, das am 1. Februar 1931 nach langwierigen Verhandlungen in Kraft trat. Berechtigt zur Ausgabe von Pfandbriefen sind in der Schweiz zwei Emissionszentralen: die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG und die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG.

Die **Pfandbriefbank** schweizerischer Hypothekarinstitute wurde 1930 gegründet. Mitglied der Pfandbriefbank kann jede Bank werden, die ihren Hauptsitz in der Schweiz hat und deren Bilanz zu mehr als 60% aus Forderungen des inländischen «Bodenkreditgeschäfts» besteht. Die 290 Mitglieder sind zugleich auch ihre Aktionäre. Per Anfang 2024 setzte sich das Aktionariat der Pfandbriefbank zu 25.0% aus Grossbanken, 21.7% aus den Raiffeisenbanken, 31.1% aus Regionalbanken und Sparkassen, 4.7% aus ausländisch beherrschten Banken und 17.3% aus anderen Banken zusammen.

Die **Pfandbriefzentrale** der schweizerischen Kantonalbanken wurde 1931 gegründet. Sie erfüllt als eines der beiden Schweizer Pfandbriefinstitute den gesetzlichen Auftrag, «dem Grundeigentümer langfristige Grundpfanddarlehen zu möglichst gleichbleibendem und billigem Zinsfusse zu vermitteln». Mitglied der Pfandbriefzentrale kann jede Kantonalbank im Sinne des Bankengesetzes werden; alle 24 Kantonalbanken haben von diesem Recht Gebrauch gemacht.

Kontakt



Simon Lustenberger

simon.lustenberger@zkb.ch

+41 44 292 39 87

Investment Strategy & Economic Research
Head Investment Strategy, Anlagestrategie
Fixed Income

Rechtliche Hinweise

Marketinginformation - Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen ©2023 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter [zkb.ch/handel](https://www.zkb.ch/handel).
© 2024 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.